



PIAȚA DE CAPITAL

Piața de capital și investițiile

Carmen RADU

Universitatea Nicolae Titulescu, București

Abstract

This theme presents a series of data concerning to the Romanian investments on the capital market. From the contents follows the fact that the present structure of issuers don't reflects in devoted way the economic context from our country. Great majority of societies listed to stock exchange is composed from industrial firms and don't of institutional investors, just as it would must to reflect the economic development. This situation is temporary, because it makes efforts in respect of the degree of investors protection.

Unfortunately, the offer of financial instruments on the capital market remains limited, what prevents implication on this market, of investors of big financial force (strong financiers).

Keywords: *investments on the capital market; institutional investors; shareholders protection; financial instruments.*

JEL Classification: G11.

Sistemul financiar și deciziile investiționale

De aproape un secol, economiștii au dezbătut avantajele și dezavantajele sistemelor financiare care se bazează fie pe bănci, fie pe piețele financiare, în încercarea lor de a promova creșterea economică și o mai bună alocare a capitalului. În cele ce urmează vom examina care structură a sistemului financiar promovează mai bine investițiile interne. De asemenea, se tes-

tează dacă structura sistemului financiar are o influență independentă asupra investițiilor interne prin controlarea nivelului de dezvoltare financiară. Studiile economice s-a ajuns la concluzia că nivelul de dezvoltare financiară, respectiv economică și nu structura sistemului financiar influențează deciziile investiționale.

Două întrebări apar privind impactul intermedierei financiare asupra economiei reale. Prima întrebare este dacă dezvoltarea sectorului financiar afectează activi-

tatea economică. A doua, dacă structura sistemului financiar contează pentru obținerea unor rezultate în sectorul economic. În foarte multe studii se îmbrățișează ideea că dezvoltarea sistemului financiar are un efect pozitiv asupra economiei reale, inclusiv asupra investițiilor, gradului de ocupare a muncii, productivității și un efect pe calea unei creșteri economice sustenabile.

Până de curând, economiștii (Demirguc Kunt și Levine, 2000) s-au oprit asupra rolului structurii sistemului financiar asupra activității economice pe baza unor studii de caz legate de avantajele și dezavantajele sistemelor financiare bazate fie pe bănci (Germania și Japonia), fie pe piața de capital (SUA și Marea Britanie). Studiile din Germania și Japonia au examinat rolul băncilor în managementul corporațiilor și rolul relațiilor bănci-firme în acordarea de credite, eficiența alocării capitalului, productivității, asupra întregii economii. Cercetările economice din SUA și Marea Britanie au pus accent pe funcțiile piețelor financiare în furnizarea de informații legate de activitatea corporațiilor, fuziunilor și achizițiilor ca și pe impactul acestora asupra eficienței economiei. Este greu de spus că o structură a sistemului financiar este mai bună decât cealaltă, mai ales că aceste studii s-au oprit asupra unor țări (Marea Britanie, Germania, Japonia și USA) care au performanțe similare privind creșterea economică pe termen lung.

Prin noi cercetări s-a ajuns la concluzia că atât băncile cât și piețele financiare joacă un rol important în sprijinirea creșterii economice și că ele sunt complementare. Au apărut două noi abordări în literatura economică: (1) rolul serviciilor financiare și (2) rolul legislației și al finanțelor.

În prima abordare se pune accent pe rolul sistemului financiar în atenuarea imperfecțiunilor pieței și acordarea de servicii cheie sectorului privat, care să permită creșterea performanțelor economice. Sistemele financiare îmbunătățesc performanțele economice printr-o mai bună apreciere a oportunităților de investiție, prin exercitarea controlului corporativ, micșorând riscul de management, precum și costurile alocării capitalului. Pe măsură ce sistemul financiar se dezvoltă, acesta devine mai eficient în furnizarea de servicii financiare, cu implicații directe asupra creșterii economice. Potrivit acestei abordări, faptul că economia unei țări este bazată pe sistemul financiar sau pe piața de capital este irelevant pentru activitatea economică.

A doua abordare, bazată pe rolul legislației și al finanțelor, subliniază rolul drepturilor creditorilor și al investitorilor pentru dezvoltarea intermedierei financiare. În țările ce acordă o importanță deosebită acestor drepturi, sectorul financiar devine, de asemenea, mai eficient în furnizarea de servicii sectorului privat. Calitatea sistemului legal este una dintre cele mai importante variabile ale dezvoltării financiare. În aceste studii se subliniază rolul mediului juridic care va facilita dezvoltarea sistemului bancar și a piețelor de capital, care, la rândul lor, vor sprijini creșterea economică.

1. Băncile și investițiile

Sistemul bancar poate influența investițiile în mai multe moduri (Demirguc-Kunt și Maksimovic, 1998, p.2107-2137).

În primul rând, băncile ajută la creșterea fondurilor disponibile pentru realizarea de investiții prin atragerea de depozite

te. Intermediarii financiari fac astfel economii prin reducerea costurilor legate de atragerea economiilor și colectarea și respectiv, procesarea informațiilor legate de debitori. Astfel, la un anumit nivel al venitului pe locuitor și la o rată de economisire potențială, nivelul real al economiilor și investițiilor ar trebui să fie mai mare în țările cu un sistem bancar mai dezvoltat.

În al doilea rând, băncile facilitează investițiile prin reducerea riscului de lichiditate. Investițiile implică, în general, mobilizarea unor sume mari pe termen lung. Investitorii privați sunt reticenți față de imobilizarea de fonduri pe termen lung, deoarece ei au o mai mare preferință pentru lichiditate. Băncile pot realiza echilibrul lichiditate-profit prin atragerea economiilor populației, luarea de împrumuturi pe termen scurt și acordarea de împrumuturi pe termen lung. Într-o țară care nu are un sistem bancar dezvoltat, proiectele de investiții profitabile – dar mai riscante nu vor fi duse la bun sfârșit din cauza lipsei de capital disponibil. Dezvoltarea sistemului bancar ar trebui să conducă la o mai bună alocare a capitalului și la o balanță echilibrată a investițiilor sectorului privat pe termen scurt cu cele pe termen lung.

În al treilea rând, intermediarii financiari joacă un rol important în reducerea costurilor de strângere și procesare a informațiilor despre viitoarele proiecte de investiții, precum și asupra exercitării controlului asupra firmelor. Multe firme obțin sumele necesare finanțării activității de la o masă mare de investitori externi care, individual, nu pot monitoriza utilizarea fondurilor de către managerii firmelor. Băncile joacă rolul de “delegat cu monitorizarea activității”, a comportamentului conducerii firmei, în numele investitorilor individuali. Capacitatea băn-

cilor de a-și duce la bun sfârșit această funcție stimulează investitorii externi să investească, fapt ce îmbunătățește alocarea fondurilor pentru proiectele de investiții. Un sistem bancar dezvoltat duce la creșterea volumului de investiții și la o mai bună alocare a capitalului.

Inovațiile bancare au făcut posibilă oferirea de produse financiare personalizate ce se adresează nevoilor specifice fiecărei firme. Acestea reprezintă principala sursă de finanțare externă a investitorilor care au acces limitat la piețele financiare, cum este cazul firmelor mici sau nou formate. Conform economistului Merton (1973), “piețele financiare reprezintă o alternativă eficientă când produsele financiare sunt standardizate, putând servi nevoilor unui număr mare de investitori și facilitează părțile contractante să-și stabilească prețurile”. Studiile au arătat că, în țările industrializate, firmele mici depind mai mult de finanțarea bancară în comparație cu firmele de dimensiuni mari. Mai mult decât atât, reducerea volumului creditelor acordate de către bănci (datorită unor noi politici monetare) are un impact mare asupra investițiilor firmelor dependente de finanțarea bancară.

Băncile sunt importante pentru descoperirea unor noi produse financiare, datorită pachetelor personalizate oferite clienților. Unele dintre aceste noi produse sunt transferate pe piețele de capital; băncile și piețele financiare sunt instituții complementare. Deci, băncile joacă un rol important în procesul de inovație financiară atât pentru economia reală prin finanțarea proiectelor de investiții inovative –, cât și pentru sectorul financiar prin crearea de noi instrumente financiare.

Criticii sistemelor financiare bazate pe bănci descriu o serie de dezavantaje și puncte slabe ale unui asemenea sistem în

ceea ce privește creșterea volumului investițiilor și performanței economice. În primul rând, băncile sunt interesate de participarea activă în proiectele de investiții inovatoare, din care pot câștiga mult, reducând efortul firmelor de a realiza activități inovatoare. În al doilea rând, băncile pot fi înclinate spre o mai mare prudență. Într-adevăr, datele statistice referitoare la Japonia arată că firmele strâns legate de o bancă mare folosesc mai puține inovații tehnologice și au rate ale profitului mai mici decât celelalte, ceea ce sugerează că băncile profită de pe urma relațiilor cu firmele-cliente. În al treilea rând, criticii economiilor bazate pe sistemul bancar afirmă că existența unor relații strânse între firme și bănci împiedică concurența pe piața creditelor și reduce capacitatea băncilor de a crește guvernarea corporativă. Unele studii arată că băncile tind să susțină firmele cu probleme, dar la care ele sau/și alte bănci din sistem dețin participații, în timp ce în relațiile lor cu celelalte firme promovează interesul creditorilor. Dacă o legătură strânsă între firme și bănci poate facilita accesul la capital, acest lucru nu duce neapărat la reducerea costului capitalului și nici nu sporește volumul investițiilor pentru firmele la care acestea dețin acțiuni.

2. Implicațiile sectorului financiar asupra specializării industriale

Studii recente au arătat că sectoarele industriale, respectiv firmele ce depind foarte mult de finanțarea externă, se dezvoltă mult mai repede în țările cu sectoare financiare dezvoltate. Este natural, prin urmare, să ne așteptăm ca specializarea industrială și comerțul să fie influențate

de sectorul financiar. Într-adevăr, un sector de intermediere financiară bine pus la punct, piețe financiare dezvoltate au un impact pozitiv asupra finanțării externe a comerțului.

Sistemele financiare înzestrate cu instituții puternice, bine structurate și reglementate se vor specializa în producția de bunuri ce folosesc intens serviciile furnizate de aceste instituții. Economiiștii consideră că piețele financiare și intermediarii sunt factori ce influențează producția de bunuri și servicii. Condiția impusă unui factor de producție, pentru a suporta comparații între țări, este ca acesta să fie mobil în comerțul internațional. Deși nu este evident că această condiție este îndeplinită, se consideră că între dezvoltarea sectorului financiar intern și internaționalizarea factorilor de producție este o relație negativă. Studii recente au arătat că serviciile financiare sunt imobile din punct de vedere geografic, chiar și în SUA.

a) Sectorul financiar

Sectorul financiar este privit ca un factor de producție. O țară înzestrată cu instituții financiare puternice se va specializa în sectoarele ce folosesc pe scară largă serviciile puse la dispoziție de aceste instituții. Pe de altă parte, țările cu piețe financiare dezvoltate sunt exportatoare de finanțare externă.

De ce sectorul financiar este privit ca un factor de producție imobil din punct de vedere al comerțului internațional? Această întrebare este importantă pentru că studii recente au arătat că includerea lui în categoria factorilor de producție cu circulație internațională duce la rezultate incorecte. Dacă piețele de capital sunt integrate, nivelul de dezvoltare financiară internă nu ar mai fi important pentru oportunitățile locale de investire. Serviciile financiare nu sunt mobile din punct de

vedere al comercializării, nici chiar în interiorul unei țări.

Asimetria de informații pe piețele financiare și conflictul de interese dintre creditori și debitori au condus la specializarea intermediarilor în evaluarea și monitorizarea proiectelor de investiții, diseminarea informației, ceea ce diminuează efectele negative ale imperfecțiunilor piețelor. Două țări cu rate ale dobânzilor relative egale, dintre care una are un sector financiar mai dezvoltat, diferă din punct de vedere al alocării capitalului financiar. Gradul de incertitudine al proiectelor de investiții și proporția de investiții în bunuri imateriale sunt doar doi dintre factorii ce fac ca intermedierea financiară să fie și mai importantă. Intermediarii financiari nu doar strâng bani pentru finanțarea investițiilor în capital fizic.

Mulți economiști privesc sectorul financiar ca fiind un tip de capital uman sau organizațional, specializat în depășirea imperfecțiunilor pieței legate de finanțarea creșterii economice. Nivelul de dezvoltare financiară este un factor determinant al gradului de dezvoltare al firmelor, industriei, economiei per ansamblu. O problemă ce se ridică în acest tip de studii ale sectorului financiar este legată de cauzalitate: un sector financiar dezvoltat poate fi rezultatul unei cereri mari de servicii financiare, ceea ce sugerează o relație de cauzalitate inversă. Adică structura industriei influențează cererea de servicii financiare și, prin urmare, și dezvoltarea financiară.

Dezbaterile s-au focalizat pe sisteme financiare bazate pe bănci *versus* sisteme financiare bazate pe piața de capital.

O economie bazată pe sistemul bancar poate fi superioară uneia bazată pe piața financiară datorită relațiilor pe termen lung stabilite între bănci și firme, ceea ce

stimulează investitorii în strângerea de informații legate de firme și exercitarea controlului corporativ. Piețele de capital oferă informații atât despre firme, cât și despre piața internă, pe care le fac publice către populație, ceea ce o bancă nu poate face. Mai mult decât atât, controlul corporativ poate fi facilitat prin scheme de compensare; acestea sunt corelate cu performanțele pieței de capital. Băncile investesc mai puțin în proiecte riscante, au aversiune față de risc; fapt explicabil prin observațiile făcute asupra economiilor bazate pe piețe financiare în care sectoarele industriale riscante atrag mai multă finanțare externă. O altă explicație poate fi aceea că piețele de capital măresc posibilitățile de diversificare a riscului; proiectele foarte riscante sunt, astfel, mai atractive pentru investitori.

Recent, perspective noi legate de eficiența agregată a sistemului financiar și a mediului legal au lărgit dezbaterile despre meritele diferitelor structuri ale sistemului financiar. Unii economiști susțin că piețele financiare și sistemul bancar sunt complementare mai degrabă decât substituibile și că eficiența sectorului financiar, privit în ansamblu, este mult mai importantă. Ei consideră că sistemul legal reprezintă cheia funcționării sistemului financiar (în special, protejarea creditorilor și a acționarilor minoritari împotriva exproprierii de către acționarii majoritari și echipa managerială).

Sunt trei orientări economice legate de sistemul financiar: (1) bazate pe structura sistemului financiar (sistemul bancar *versus* piața de capital); (2) studii ce consideră că dimensiunea și eficiența agregată a sistemului financiar sunt importante; (3) cele care susțin că protecția legală a creditorilor și acționarilor minoritari contează.

b) *Tipare ale specializării industriale*

Modul de alocare a serviciilor financiare are influență asupra comerțului internațional. Gradul de competitivitate a unui sector industrial depinde de resursele disponibile în economia internă și de intrările necesare sectorului.

Un indicator ce măsoară gradul de competitivitate a unei industrii și gradul de specializare industrială este *raportul dintre producția internă și consumul intern* al unui bun/serviciu. O valoare supraunitară a acestui indicator arată că țara respectivă este un exportator net al bunului/serviciului, iar o valoare subunitară indică un importator net al bunului/serviciului.

Un alt indicator, construit pe bază input-urilor necesare fiecărui sector industrial al unei țări și a caracteristicilor țării respective indică *gradul de specializare industrială*. Cu cât acest indicator are o valoare mai mare, cu atât sectorul industrial respectiv este mai specializat în producția bunurilor specifice sectorului.

Se consideră că sectoarele diferă din punct de vedere al dependenței de finanțarea externă (FINDEP) din motive de ordin tehnologic și organizațional. Cum se poate măsura această dependență de finanțarea externă? Se pornește de la ideea că, atunci când piețele financiare funcționează normal, cantitatea de finanțare externă este foarte elastică. Folosirea concretă a fondurilor disponibile se va reflecta în cererea pentru acest tip de finanțare.

Multe studii s-au oprit asupra piețelor financiare din SUA, considerate cele mai dezvoltate, pentru a calcula indicatorii ce măsoară dependența de finanțarea externă. Mai exact, acest indicator este construit pe baza *diferenței dintre cheltuielile de capital și cash-flow-urile unei investiții, raportată la cheltuielile de capital*.

Pentru a "netezi" fluctuațiile se folosesc date legate de finanțarea externă și cheltuielile de capital ale firmelor pe o perioadă îndelungată (10 ani), iar când nu se acordă mai multă importanță firmelor mari sunt calculate valori mediane și nu medii simple. Potrivit acestui indicator, firmele de medicamente și cele din sectorul de sănătate sunt cele mai dependente de finanțarea externă, în timp ce firmele din industria tutunului depind cel mai puțin de acest tip de finanțare.

Ideal ar fi ca indicatorii sectorului financiar să poată măsura cum, efectiv, intermediarii financiari și piețele de capital reușesc să mobilizeze și să aloce capitalul disponibil. Se iau în considerare tipurile de intermediari financiari și de piețe financiare, eficiența cu care aceștia evaluează și monitorizează firmele; cadrul legislativ și executiv. Însă există un set de indicatori care, laolaltă, furnizează rezultate foarte apropiate de realitatea economică.

Primul set de indicatori (Demirguc-Kunt și Levine, 2000) sunt cei legați de dimensiunea și activitatea piețelor de capital. Se folosesc (1) capitalizarea pieței de capital ca pondere în PIB (MCAP); și (2) valoarea acțiunilor listate raportată la PIB, ca indicatori ai dimensiunii pieței de capital. Apoi, se ia în considerare valoarea comerțului cu acțiuni (*the total value of stock market trade*) raportată la PIB (STRADE) pentru a măsura performanțele activităților de pe piața de capital. Problema este că ambii indicatori exprimă doar așteptările agenților economici. Spre exemplu, dacă se anticipează profituri mari, atât MCAP cât și STRADE vor avea valori ridicate. Aceasta ar putea deveni o problemă majoră dacă se folosesc valorile acestor indicatori pentru a măsura efectele asupra creșterii economice; însă

se folosesc pentru a defini piața de capital internă. O altă problemă este că nici unul dintre acești indicatori nu reflectă cantitatea de fonduri obținute de firme de pe piață.

Un indicator frecvent folosit pentru a estima *gradul de dezvoltare financiară* este cel construit pe bază raportului dintre datorii curente (*liquid liabilities* – LLY) și PIB (Laporta ș.a., p.1113-1155). Acesta este un indicator al îndatorării financiare și are avantajul că este disponibil pentru un număr foarte mare de țări. Nu reprezintă un indicator al capacității sectorului financiar de a genera fonduri, dar este cel mai la îndemână, când alte date nu sunt disponibile.

Un indicator ce măsoară mult mai bine activitatea intermediarilor financiari este *cantitatea de credite "vărsată" în economie* (raportul dintre creditele private acordate de băncile de depozit și alte instituții financiare – DC – și PIB); este mai degrabă un indicator al sectorului bancar.

Apoi se iau în considerare indicatori legați de eficiența și structura băncilor comerciale. Un indicator al eficienței băncilor comerciale de a canaliza fondurile de la cei care economisesc la cei care investesc este *valoarea contabilă a profitului net din dobânzi ca pondere în total active* (MARGIN). Se construiește indicatorul CONS, ca raport dintre activele celor mai mari 3 bănci comerciale și activele totale ale sectorului bancar, pentru a caracteriza structura pieței interbancare. Un sector bancar foarte concentrat poate fi mai puțin competitiv și, deci, mai puțin eficient.

Următorul set de indicatori se concentrează asupra eficienței cadrului legal și executiv și asupra capacității acestora de a "împinge" cantitatea de economii disponibile pentru finanțarea investițiilor. Se

iau în considerare standardele contabile ale fiecărei țări la nivelul anului 1990 (ACSTAN). Comparații ale standardelor contabile internaționale sunt făcute de Centrul de cercetare și analiză financiară internațională. Acești indicatori reflectă potențialul de a obține finanțare externă cu cele mai mici costuri informaționale. Mai pot fi considerați ca indicatori ce măsoară calitatea informațiilor puse la dispoziția investitorilor. În final, se iau în considerare indicatorii ce măsoară gradul de protecție a acționarilor minoritari și a creditorilor. MINORITY este un indicator ce poate lua valori de la 1 la 6, în funcție de cât de mare este acest grad de protecție a acționarilor. CREDITOR măsoară gradul de protejare a creditorilor față de interesele managementului firmei, cu valori între 1 și 4.

Pentru a măsura input-urile de capital uman necesare se folosește proporția personalului angajat în vârstă de peste 25 de ani, cu studii liceale și post-liceale în fiecare sector industrial, *vis-à-vis* de mărimea sectorului respectiv.

Problema dacă ar trebui sau nu inclus în această analiză și capitalul fizic este deschisă discuțiilor. Răspunsul ține de internaționalizarea comerțului cu capital fizic; dacă este un factor mobil nu ar trebui luat în considerare.

Tabelul 1 prezintă legătura dintre dependența de finanțarea externă și dezvoltarea financiară. Se poate vedea că ambii indicatori ai pieței de capital (MCAP, STRADE) indică faptul că o piață de capital dezvoltată reprezintă o sursă de finanțare viabilă pentru sectoarele industriale dependente de finanțarea externă. Gradul de îndatorare financiară (LLY) nu este foarte important pentru specializarea industrială. Impactul activității intermediarilor financiari (DC) este important din

punct de vedere statistic, dar cu valori dintre cele mai mici. Uitându-ne asupra eficienței sectorului bancar, vedem că profitul net din dobânzi (MARGIN) nu influențează specializarea industrială. Însă gradul de concentrare al sectorului bancar este important (CONC): industriile dependente de finanțarea externă au acces mai rapid la credite atunci când sectorul bancar este mai competitiv și mai puțin concentrat. Acest fapt contravine părerilor unor economiști, potrivit cărora concurența mare pe piața creditului este în defavoarea stabilirii unor relații strânse și pe termen lung între bănci și firme, cu efecte negative asupra înclinației investitorilor spre proiecte de investiții pe termen lung, mai riscante. Pe o piață de monopol, însă,

creditorii pot subvenționa firmele de-a lungul timpului cu beneficii de ambele părți. Datele din tabel arată însă contrariul; băncile cu cote mari de piață profită mai mult de pe urma relațiilor cu clienții lor, ceea ce reduce tendința firmelor de a investi. Standardele contabile (ACSTAN), reflectând calitatea informațiilor puse la dispoziția investitorilor, sunt și ele importante atât din punct de vedere statistic, cât și economic. Rezultatele privind protecția legală a celor din exteriorul firmei împotriva exproprierii de către cei din interior sunt contradictorii. În timp ce protecția acționarilor minoritari (MINORITY) nu pare să afecteze specializarea industrială, gradul de protejare a creditorilor (CREDITOR) contează.

Tabelul 1: Determinante ale specializării industriale (țări membre OCDE)

Variabile dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
FINDEP x MCAP	0,218 (3,12)								
FINDEP x STRADE		0,165 (2,86)							
FINDEP x LLY			-0,002 (-0,020)						
FINDEP x DC				0,161 (1,89)					
FINDEP x CONC					-0,407 (-2,40)				
FINDEP x MARGIN						-5,592 (-1,46)			
FINDEP x ACSTAN							0,012 (2,53)		
FINDEP x MINORITY								0,014 (0,51)	
FINDEP x CREDITOR									0,06 (2,0)

Sursa: Adaptare după Svaleryd și Vlachos, 2002, p.37.

O problemă potențială este posibilitatea existenței unei relații de cauzalitate inverse: cererea pentru un sector financiar bine dezvoltat să fie mai mare în țările în care sectoarele industriale apelează în mod intens la finanțarea externă. Prin urmare, structura industriei ar putea determina dezvoltarea sistemului financiar, mai degrabă decât invers. Deși ar putea fi pusă astfel problema și în cazul altor factori de producție, este mai grav în cazul alocării capitalului financiar deoarece modificări, spre exemplu, ale nivelului de capitalizare a pieței și ponderii creditelor sunt mai dese decât schimbări ale stocului de capital uman.

Majoritatea studiilor evidențiază o relație pozitivă între activitatea piețelor de capital și investiții. Cum afectează piețele de capital, efectiv, volumul investițiilor?

Piața de capital furnizează informații despre profitabilitatea așteptată a investițiilor. Drept rezultat, o piață de capital funcțională poate crește volumul investițiilor deoarece identifică proiectele cele mai rentabile (cu o probabilitate estimată de realizare a acestora și un risc mai mare) care, altfel, ar fi fost considerate prea riscante. Piața de capital afectează și calitatea investițiilor, precum și alocarea capitalului prin faptul că identifică activitățile economice cele mai rentabile.

Pe de altă parte, piața de capital afectează deciziile de investire prin efectele sale asupra costului capitalului. O dată cu dezvoltarea pieței de capital și, pe măsură ce aceasta devine mai lichidă, riscul investițional scade, ceea ce duce la reducerea costurilor de finanțare. Această afirmație este susținută și de studiile asupra liberalizării piețelor de capital care este urmată de o creștere a capitalizării bursiere, o reducere a costului capitalului

și o creștere a volumului investițiilor.

În al treilea rând, piața de capital influențează pozitiv investițiile prin faptul că exercită presiuni asupra managerilor corporațiilor, amenințați cu preluări ostile și fuziuni. Piața de capital influențează guvernarea corporativă, deoarece permite legarea performanțelor firmei cu compensațiile managerilor.

Criticii sistemelor financiare bazate pe piețele financiare numesc o serie de factori care limitează capacitatea acestora de a crește volumul și calitatea investițiilor. Deciziile de investire se bazează pe faptul că estimarea pieței asupra profitabilității firmei este un indicator mai bun decât cel calculat de managerii firmei. Această diferență apare datorită asimetriei informației sau datorită operațiunilor speculative. Care dintre preziceri este mai bună: cea făcută de piață sau cea făcută de conducerea firmei? Opiniile diferă în acest caz. Pe de o parte, unii economiști sugerează ca deciziile investiționale ar trebui să se bazeze, în primul rând, pe evaluarea pieței. Motivul este faptul că investitorii externi sunt gata să accepte rate mai reduse de rentabilitate, în timp ce managerii încearcă egalizarea ratei de rentabilitate cu produsul marginal al capitalului. Pe de altă parte, ceilalți susțin ca deciziile să se ia pe bază informațiilor furnizate de echipa managerială; piețele de capital nu furnizează informații noi care să afecteze deciziile de investire ale managerilor. Studii empirice au scos la iveală faptul că rolul piețelor de capital în luarea deciziilor la nivel de firmă este unul limitat.

O altă critică a sistemelor bazate pe piețele financiare este că, deși facilitează strângerea de informații despre oportunitățile de investire, aceste informații sunt accesibile tuturor participanților de pe piață. Apare o problemă de *free-rider*,

care descurajează investitorii să plătească pentru a avea accesul la informații mai detaliate. În principiu, problema *free-rider* ar trebui să fie mai puțin evidentă în sistemele bazate pe bănci deoarece băncile fac publice foarte puține informații.

Deși pe piața de capital au loc fuziuni și achiziții, criticii arată că acest lucru nu înseamnă, neapărat, o eficiență mai mare. Piețele financiare nu elimină asimetria de informații, iar cei din interiorul firmelor au mai multe informații decât cei din afară. Din experiența SUA reiese faptul că firmele mari supraviețuiesc nu prin creșterea profitabilității, ci prin creșterea și mai mult a dimensiunii firmei prin fuziuni și achiziții. Mai mult decât atât, preluările nu duc neapărat la o creștere cantitativă a investițiilor, are loc doar un transfer de "avere" de la vechii la noii proprietari. Masivele preluări ce au avut loc în anii 1980 pe piața de capital americană nu au avut ca rezultat creșterea investițiilor nete, și nici a eficienței pieței; în schimb, a deteriorat foarte mult sectorul corporativ.

Tot pe baza observațiilor făcute pe piața de capital americană, s-a arătat că preluările ostile creează valoare doar pentru noii proprietari, prin redistribuirea averii, în dezavantajul personalului angajat și al furnizorilor. Economistii afirmă că preluările ostile produc o preferință a managerilor de a face investiții cu rezultate pe termen scurt, în detrimentul investițiilor pe termen lung, cu consecințe negative asupra performanței economice.

3. Cererea și oferta de investiții în economia românească

Din păcate, în țara noastră, nivelul investițiilor făcute prin bursă de către per-

soanele fizice a fost de aproximativ 7.875 persoane pe lună, în anul 2005, reprezentând un procent nesemnificativ de 0,036% din populația României.

Acestora li se mai adaugă un număr de 342 persoane juridice rezidente, reprezentând numai 0,057% din numărul firmelor înregistrate în România.

Datorită capitalizării, lichidității reduse și a lipsei unei oferte complete de instrumente tranzacționate, piața de capital din România lipsește din analizele majorității investitorilor instituționali străini. În plus, așa cum am mai arătat, investitorii instituționali români lipsesc aproape cu desăvârșire de pe piață. Valoarea deținerilor societăților de asigurări și a fondurilor de investiții românești în totalul capitalizării Bursei de Valori București (BVB) este de sub 0,5%. Viitoarele fonduri de pensii, administrate în mare măsură de societățile de asigurări, vor urma probabil modelul investițiilor reduse pe piața de capital al acestora din urmă.

Structura emitenților listați la bursă nu reflectă structura economiei românești. Baza emitenților listați la bursă o reprezintă societăți industriale; numai 12 din cei 64 de emitenți listați (19%) aparțin sectoarelor din servicii, în condițiile în care serviciile reprezintă motorul creșterii economiei (cifra de afaceri a societăților din servicii a crescut în perioada noiembrie 2004 – noiembrie 2005 cu 13,9%, față de numai 5,7% pentru societățile din industrie, conform Institutului Național de Statistică). Sectoarele de vârf ale economiei sunt reprezentate foarte slab (industria farmaceutică – 3 emitenți listați la cotă, din care unul a inițiat procedurile de delistare) sau deloc (Telecomunicații – 0 emitenți). Situația este similară și pentru sectoarele cele mai profitabile din economie: construcții emitent, distribuitori

bunuri de larg consum – 0 emitenți; sectorul utilităților, ce cuprinde unele dintre cele mai importante companii existente în România, este absent de la cota bursei; numai trei din cele 39 de bănci în funcțiune în România și numai una din cele 42 de societăți de asigurări se regăsesc la cota bursei de valori (acestora li se mai adaugă numai o bancă și trei asiguratori listați pe Rasdaq).

Numai 9 din cei 64 de emitenți aflați în prezent la cota bursei (14%) au fost listați din proprie inițiativă și nu ca urmare a unor măsuri administrative legate de Programul de Privatizare în Masă. Proportia este și mai redusă pentru emitenții listați pe Rasdaq. BVB este o piață eterogenă și din punct de vedere al structurii valorice a capitalizării, Petrom și Banca Română pentru Dezvoltare înregistrând împreună peste doua treimi din capitalizarea totală (50,8%, respectiv 16,4%).

Atragerea de emitenți noi pe piață este principala măsură ce poate duce la dezvoltarea activității pe piață și la creșterea valorii tranzacțiilor. Aceasta se poate realiza prin implicarea directă a bursei de valori și printr-un rol mai larg al instituției în operațiuni și inițiative precum: Contactarea directă a managementului societăților românești private în vederea prezentării procedurilor și avantajelor listării la bursă. Mulți din managerii firmelor românești de succes duc lipsă de informații pe această temă, iar o inițiativă directă din partea Bursei de Valori ar prezenta mai multă încredere și șanse mai mari de succes decât eforturile individuale ale SSIF.

Se obișnuiește informarea managerilor de societăți comerciale private prin seminarii și mese rotunde organizate în mod regulat de BVB în parteneriat cu presa financiară. Parteneriatul cu presa

financiară sau cu alți parteneri de marcă ar asigura mai multă vizibilitate acestor inițiative – puținele asemenea seminarii organizate de bursă până acum au avut vizibilitate și amploare relativ reduse. Temele abordate se pot referi la prezentări despre procedura listării la bursă și a finanțării prin emisiuni publice de acțiuni și obligațiuni; de asemenea, se pot acorda o serie de facilitări pentru societățile comerciale care doresc să se listeze la bursă, în sensul unor reduceri de impozit pe profiturile obținute.

Concomitent, pot fi inițiate o serie de campanii de promovare a bursei de valori și a avantajelor listării la bursă derulate în principalele publicații destinate oamenilor de afaceri din România sau pe posturile TV. Campaniile publicitare ar trebui însoțite de articole explicative publicate în presa și de emisiuni informative/documentare pe principalele posturi de afaceri. Articolele și emisiunile ar putea include studii de caz prezentând situații de succes legate de listări, oferte publice inițiale, finanțări prin piața de capital, emisiuni de obligațiuni. Campanii de informare și educare a managerilor de societăți comerciale închise derulate prin transmiterea de materiale tipărite prin poștă (*direct-mailing*) ar fi binevenite. Acestea s-ar putea transmite către topul celor mai mari și/sau mai profitabile societăți comerciale pe acțiuni pe domenii de activitate (informații obținute de la Camera de Comerț și Industrie) și ar include ghiduri despre piața de capital, listarea la bursă și mecanismele și avantajele listării. Aceste campanii de promovare a instituției bursiere mai mult de scopul lor publicitar ar avea menirea de a face cunoscută seriozitatea și competența instituției și prin aceasta modificarea mentalității populației referitor la investițiile pe piața de capital.

De asemenea, pe lângă măsurile de atragere de emitenți noi, BVB trebuie să continue procesul de selecție a celor existenți. Astăzi se regăsesc la cota bursei o serie de emitenți (din fericire în număr redus) care, atât din punct de vedere procedural cât și din punct de vedere al atractivității pentru investitori, nu merită să rămână la cota bursei. O importanță deosebită trebuie acordată procedurii de transfer al unui set de emitenți noi de pe Rasdaq la cota pieței reglementate – această procedură trebuie să se desfășoare într-o manieră atent controlată și respectând toate criteriile și etapele prin care emitenții aflați astăzi la cota au ajuns acolo.

Există concepții greșite cu privire la investițiile pe piața de capital (lichiditate insuficientă, niveluri reduse de preț ale acțiunilor, reglementare și protecție insuficientă, lipsă emitenți de calitate, etc.) în rândul investitorilor instituționali (asiguratorii, etc.) sau individuali (marele public).

Pe lângă dezvoltarea ofertei investiționale prin încurajarea listărilor de noi emitenți, bursa trebuie să contribuie și la îmbunătățirea structurii de investitori pe piață, precum și la creșterea bazei de investitori. În opinia noastră aceasta se poate obține prin măsuri precum:

- contactarea directă a unor clase de investitori instituționali care astăzi lipsesc în totalitate sau aproape în totalitate de pe piața. BVB ar putea contacta Asociația pentru Pensiile Administrative Private din România și Comisia de Supraveghere a Pensiilor pentru că aceste entități, împreună cu societățile care vor administra fonduri de pensii private în România, să cunoască posibilitățile și avantajele investițiilor pe piața de capital;
- măsuri de promovare a investițiilor la bursă în rândul publicului investor

din România. Direcțiile abordate pot fi similare cu cele prezentate pentru promovarea pieței în rândul potențialilor emitenți și includ campanii publicitare de promovare a bursei de valori și a mecanismelor și avantajelor investițiilor la bursă în presa scrisă și pe posturile TV, împreună cu interviuri și articole/emisiuni explicative despre mecanismele de tranzacționare; campanii de *direct-mailing* cu broșuri de prezentare a investițiilor în zone geografice selectate (cartierele centrale din București și marile orașe, spre exemplu);

- publicarea de ghiduri de investiții și alte materiale tipărite, ce pot fi distribuite gratuit sau la costuri reduse în rândul unor clase importante de potențiali investitori sau lideri de opinie, incluzând absolvenți de facultăți cu profil economic, profesori din universități și alte instituții de învățământ superior, antreprenori și proprietari de firme, reprezentanți ai profesiunilor liberale sau ai altor profesii prin asociațiile profesionale ale acestora (notari, avocați, medici);
- organizarea de întâlniri, seminarii și prezentări în principalele capitale ale lumii pentru fondurile de investiții regionale; acestea ar putea fi organizate cu sprijinul sau colaborarea unor bănci de investiții sau alte tipuri de instituții financiare internaționale și ar asigura o expunere mai bună a BVB în rândul fondurilor străine de investiții și a altor clase de investitori instituționali sau intermediari străini;
- contactarea directă a unor clase de investitori instituționali străini în vederea prezentării ofertei investiționale a BVB, a mecanismelor intrării pe piață, a prezentării de informații obiective care să înlăture concepțiile greșite cu

privire la investițiile nerezidenților pe piața de capital din România (restricții cu privire la intrare, restricții cu privire la repatrierea profiturilor, etc.).

Bursa de Valori oferă deocamdată investitorilor numai acțiuni și obligațiuni, cărora li se alătură și drepturile de preferință. Deși implementarea de instrumente noi nu ține exclusiv de competența BVB, în opinia noastră bursa poate accelera procesul introducerii acestora prin măsuri precum: Crearea unui departament specializat în rândul personalului tehnic al BVB care să monitorizeze și să accelereze implementarea din punct de vedere tehnic, juridic, operațional și procedural a unor instrumente și mecanisme noi pe piață, precum titlurile de stat tranzacționate, instrumentele derivate, *warrant*-urile, vânzările în absență și împrumuturile de acțiuni, tranzacționarea în marjă, etc. Acest departament va păstra un contact permanent cu alte instituții implicate în introducerea acestor instrumente (CNVM, MF, BNR, Parlamentul României) și va oferi suport, soluții și propuneri către acestea în vederea accelerării introducerii acestor elemente pe piață. În același timp, este necesară organizarea regulată de întâlniri comune ale BVB împreună cu reprezentanți ai CNVM, MF, BNR și ai Parlamentului în vederea implementării tranzacționării titlurilor de stat în România. Ținând cont de întârzierea introducerii acestor instrumente pe piață, bursa ar trebui să preia rolul de coordonator al măsurilor, întâlnirilor, propunerilor și inițiativelor de tranzacționare a instrumentelor emise de autoritatea centrală pe piață.

O altă mare problemă, mult dezbătută de specialiștii noștri bursieri este legată de identificarea soluției optime de tranzacționare a instrumentelor derivate la

BVB și introducerea acestora în regim de urgență la bursa de valori. Măsura este cu atât mai importantă pentru instrumente care astăzi nu se tranzacționează în România, precum opțiunile pe acțiuni – instrumente ce ar crea posibilități noi pentru investitori (strategii de acoperire a riscurilor) sau emitenți (planuri de recompensare a managementului)

La mai mult de zece ani de la înființarea bursei de valori (Raportul BVB, 2006), piața de capital din România rămâne în mare măsură o piață de schimb, și nu una de finanțare a economiei. Valoarea majorărilor de capital social cu numerar efectuate de emitenții listați la bursa de valori și înregistrate în 2005 se ridică la numai 178,0 milioane euro. Piața de capital rămâne mai mult o alternativă teoretică la finanțarea societăților comerciale prin credit bancar, în condițiile în care valoarea de 178,0 milioane euro reprezintă numai 1,1% din valoarea totală a creditului neguvernamental în România.

Valoarea operațiunilor derulate pe piața primară raportate la cea de pe piața secundară arată un dezechilibru major între cele două piețe. Astfel, valoarea emisiunilor noi de acțiuni din 2005 (subscrieri cu numerar) de 178,0 milioane euro reprezintă numai 8,3% din valoarea tranzacțiilor cu acțiuni listate la bursă în același an.

Mai mult de trei sferturi din cele 178,0 milioane euro au fost reprezentate de aporturi ale acționarilor majoritari la majorările de capital social derulate, numai un sfert fiind finanțări obținute prin subscrieri ale altor acționari.

În 2005 în România s-au derulat numai două oferte publice inițiale încheiate cu succes (Flamingo și Vrancart), cu o valoare totală de 17,3 milioane euro (0,1% din creditul intern neguvernamental).

Finanțarea prin oferte publice de vânzare de obligațiuni s-a situat la același nivel extrem de redus. În 2005 s-au înregistrat numai trei asemenea oferte încheiate cu succes (Hexol Lubricants, Banca Transilvania și International Leasing) în valoare totală de aproximativ 18 milioane euro (0,1% din creditul intern neguvernamental).

Listarea la Bursa de Valori București, deși este un proces îndelungat, poate aduce companiilor fonduri serioase. Foarte important este și faptul că acest tip de finanțare este mai ieftin decât un credit bancar.

Pe lângă tranzacțiile de cumpărare-vânzare a acțiunilor și obligațiunilor, destul de bine cunoscute unei importante părți a populației, Bursa poate aduce și alte servicii companiilor, chiar și celor nelistate încă. Mecanismul de finanțare prin Bursă este simplu: compania oferă spre vânzare acțiuni sau obligațiuni pentru atragerea sumelor necesare.

Un prim avantaj al unei companii care decide vânzarea de acțiuni sau obligațiuni prin Bursă este autonomia. Cu alte cuvinte, societatea respectivă stabilește condițiile în care dorește să se “împrumute”, chiar dacă acestea trebuie să fie agreeate de potențialii investitori. Astfel, compania stabilește prețul la care vinde acțiunile, numărul lor și prețul de vânzare. Ea nu trebuie să “răspundă” decât în fața investitorilor pentru modul în care sunt utilizați banii, în sensul că, dacă destinația nu este cea anunțată inițial, cel care a cumpărat acțiunile le poate vinde și poate recupera cel puțin o parte din bani. Prin comparație, dacă societatea dorește contractarea unui credit bancar, instituția financiară stabilește condițiile privind suma maximă pe care o poate acorda în funcție de situația financiară a companiei

–, dar și costul creditului.

În plus, în cazul finanțării prin Bursă, costurile unui împrumut sunt mai mici decât plata dobânzii pentru un credit bancar, aici fiind implicate comisionul auditorului, al societății de menținere și pentru procesarea dosarului de admitere la cota Bursei.

Listarea aduce și alte avantaje pentru companii: vizibilitate sporită în rândul partenerilor actuali și potențiali, publicitate gratuită, creșterea încrederii partenerilor de afaceri, care atrage noi colaboratori.

Primul pas pe care trebuie să-l facă o societate ce dorește să se “împrumute de la investitori” este asumarea obligațiilor unei companii listate pe piața de capital. Cu alte cuvinte, să devină o companie publică, cu anumite obligații în ceea ce privește transparența situației economice. Urmează apoi pregătirea ofertei publice, condiție principală pentru listare, dar se poate derula și în cazul companiilor deja listate, care doresc finanțare suplimentară. După încheierea acestei etape, acțiunile respective sunt puse propriu-zis în vânzare, urmând ca, în cel mult două luni de la încheierea tranzacției, să aibă loc listarea la Bursă.

În ceea ce privește oferta publică, trebuie făcută diferența dintre cea inițială (IPO) și cea secundară. Dacă oferta inițială este procesul prin care o companie pune în vânzare acțiuni nou-emise, cea secundară are drept ofertant un acționar care își vinde o parte din acțiunile deja emise de companie. O condiție importantă este ca firma să fie organizată ca societate pe acțiuni. Apoi este necesară selectarea evaluatorului, pe baza raportului căruia se va realiza prospectul de ofertă publică, următoarea etapă fiind alegerea consultantului pentru intermedierea ofertei.

Societățile deja listate se pot finanța

prin intermediul investitorilor, prin majorarea capitalului social. Metoda, tot mai des folosită pe piața românească, se poate pune în practică fie prin capitalizarea profitului obținut în anii precedenți, care implică atribuirea de acțiuni gratuite proporțional cu participația înainte de majorare, fie prin aporturi noi, cu emisiunea de titluri ce pot fi achiziționate la un preț care, de cele mai multe ori, este mai avantajos decât cel de la Bursă. Dacă până anul trecut numărul societăților care au apelat la finanțare prin Bursă a fost redus, în acest an majoritatea companiilor listate au decis să-și capitalizeze profitul obținut în 2004.

Pentru a oferi sprijin companiilor mici aflate în creștere, reprezentanții Bursei de Valori București au decis să creeze un nou segment de piață *new market* – pentru IMM. Atenția investitorilor se îndreaptă în prezent spre acele companii cu un potențial de creștere peste media companiilor românești. Mai mult, pentru sprijinirea listărilor noi la Bursă, în perioada 1 februarie -1 august 2005, emitenții care au înregistrat o cerere de înscriere a acțiunilor la Cota Bursei au fost scutiți de plata comisioanelor și a tarifelor incidente.

În urma închiderii ofertei publice inițiale, *Flamingo International* a obținut aproximativ 12 milioane de euro din vânzarea noilor acțiuni, sumă destinată finanțării celor cinci proiecte de dezvoltare.

Flamingo International este un exemplu și pentru rapiditatea cu care au fost derulate procedurile de listare. La începutul anului 2005, reprezentanții companiei au decis listarea la Bursă, în februarie a fost anunțată intenția fermă în acest sens, iar pe 11 mai s-a primit acordul de principiu al comitetului Bursei pentru listare. Apoi, în perioada 15-22 iunie, s-a derulat oferta publică de vânzare în vede-

rea listării, iar prima zi de tranzacționare la BVB a fost 18 iulie.

La peste zece ani de la înființare, la Bursa de Valori se tranzacționează numai acțiuni și obligațiuni; anul trecut s-au tranzacționat la bursă primele două emisiuni de drepturi de preferință. Alte instrumente și operațiuni lipsesc de pe piață.

BVB nu include încă un segment pentru derivate. Astfel, anumite clase de instrumente derivate lipsesc cu desăvârșire de pe piața de capital din România (opțiuni pe acțiuni, spre exemplu), în timp ce altele se tranzacționează numai la Bursa Monetar-Financiară și de Mărfuri Sibiu (contracte *futures* pe acțiuni și valute, opțiuni pe contracte *futures* pe acțiuni și valute). Pentru referință, la bursa din Varșovia s-au tranzacționat în 2005 instrumente derivate în valoare de 61,7 miliarde euro, iar la cea din Budapesta de 19,1 miliarde euro. Titlurile de stat lipsesc, de asemenea, din oferta investițională a bursei de valori.

Printre mecanismele de tranzacționare de bază care nu se regăsesc în oferta bursei de valori la momentul prezent se numără și vânzările în absență de valori mobiliare sau tranzacționarea în marjă.

Activitatea bursieră în România se desfășoară la un nivel încă destul de redus, iar aceasta concluzie este valabilă indiferent de criteriul de analiză folosit (valoare capitalizare, valoare tranzacții, număr investitori, structura emitenți, valoare operațiuni pe piața primară etc). Din fericire, nivelul redus al activității bursiere nu se datorează atingerii potențialului maxim de dezvoltare a pieței sau plafonării acesteia: potențialul pentru dezvoltarea viitoare rămâne foarte ridicat.

În aceste condiții abordarea rezolvării problemelor menționate trebuie făcută în mod ordonat.

Considerăm că unul din principalele obiective necesare dezvoltării activității bursiere la acest moment (probabil cel mai important) este creșterea valorii tranzacțiilor. Realizarea acestui obiectiv va genera sau va necesita și rezolvarea celorlalte probleme amintite mai sus.

Problema lichidității este una majoră pe piață, și aceasta este una din principalele bariere de intrare pe piață invocate de investitorii instituționali, atât rezidenți, cât și nerezidenți.

Valoarea medie zilnică a tranzacțiilor cu acțiuni listate la bursă înregistrată în 2005 a fost de numai 8,7 milioane euro. În aceste condiții, spre exemplu, un investitor instituțional de talie mică spre medie ce ar fi dorit să plaseze 100 milioane euro pe piață ar fi avut nevoie de 34 de zile pentru aceasta, presupunând că volumul cumpărărilor sale reprezenta o treime din volumul mediu zilnic al BVB (o simplificare acoperitoare, deși probabil perioada ar trebui să fie mare). În aceleași condiții, o sumă de 100 de milioane de euro ar fi putut fi plasată în două zile la bursele de la Varșovia sau Praga, și în trei zile la bursa de la Budapesta.

Bursa de Valori ridică probleme de absorbție și pentru investitorii de *retail* rezidenți. Valoarea depozitelor clienților nebankari înregistrate în sistemul bancar românesc la sfârșitul lunii noiembrie 2005 se ridica la 19,3 miliarde euro. Mutarea și a numai 10% din aceste sume spre piața de capital și absorbția lor pe piață în condițiile prezentate mai sus (din nou, condiții foarte simplificate) ar necesita nu mai puțin de doi ani și opt luni.

Considerăm că BVB poate deveni o instituție reprezentativă la nivelul economiei românești în momentul în care valoarea zilnică a tranzacțiilor va atinge 100 milioane euro, ducând valoarea anuală a

tranzacțiilor la aproximativ 25 miliarde euro, adică de peste 11 ori mai mare decât valoarea din 2005.

Acesta este principalul obiectiv care ar trebui atins în următorii patru ani. Deși proporția de 11 este ridicată, aceasta nu este imposibil de atins. Dacă luăm în calcul faptul că valoarea anuală a tranzacțiilor reprezintă aproximativ 64% din capitalizarea bursieră totală (procent mediu calculat pentru bursele din Polonia, Cehia și Ungaria în 2005), atunci capitalizarea bursieră necesară a BVB pentru a atinge o valoare anuală a tranzacțiilor de 25 miliarde euro ar fi de 39 miliarde euro, adică o valoare de numai 2,6 ori mai mare decât în prezent (deși proporția ar trebui să fie poate puțin mai mare, ținând cont de faptul că procentul mediu de *free-float* în rândul emitenților listați la bursele luate ca referință este probabil mai mare decât cel din România).

O capitalizare de 39 de miliarde euro reprezintă o valoare rezonabilă. Aceasta ar putea fi probabil atinsă în următorii 2-3 ani numai prin anticipatele listări ale Băncii Comerciale Române, a companiilor de utilități, a Fondului Proprietatea sau a numeroaselor companii mari deținute de stat în prezent care au fost propuse pentru listare.

Listarea companiilor mari de stat sau foste de stat nu este însă singura metodă de creștere a capitalizării: ținând cont de valoarea capitalizărilor actuale pentru Banca Transilvania și Impact, de exemplu, bursa ar mai avea nevoie de numai 23 de companii noi de talia celei dintâi sau de aproximativ 170 de companii de talia celei de-a doua pentru a atinge nivelul dorit de capitalizare.

Desigur, cea mai bună variantă este o combinație între listările de companii mari de stat și cele de companii private

dinamice. Această variantă ar asigura saltul cantitativ dorit, apropiind bursa de valori în ceea ce privește nivelul zilnic al tranzacțiilor de 100 milioane euro și de un nivel de capitalizare de 39 miliarde euro (valori care ar face ca bursa să devină o instituție reprezentativă la nivel național și regional, însă totuși doar puncte de plecare; valorile ar trebui să devină, în timp, și mai mari). Mai important, o combinație între cele două surse de emitenți noi ar asigura și un salt calitativ, prezentând o structură de emitenți atrăgătoare pentru toate clasele de investitori români și străini.

Pe termen mediu, într-un interval de 4 ani, considerăm că la cota bursei ar trebui să se regăsească cel puțin 10-15 companii naționale importante deținute de stat (sau privatizate recent, de tipul BCR) și cel puțin 50-70 emitenți privați dinamici noi (de tipul Mobexpert, Altex, Domo, Softwin, Diverta, Ultra Pro Computers etc.) listați în urma unor oferte publice inițiale inițiate de fondatori. Listările de emitenți noi trebuie să reprezinte una dintre cele mai importante priorități (dacă nu cea mai importantă) pentru bursă în vederea atingerii obiectivului de creștere a valorii tranzacțiilor. Listările noi aduc clase noi de investitori la bursă, determină investiții suplimentare ale investitorilor existenți și contribuie la dezvoltarea generală a activității bursiere, antrenând o

creștere și dezvoltare a tuturor parametrilor acesteia (număr investitori, capitalizare, valoare tranzacții, număr emitenți noi ce urmează exemplul primilor, etc).

Considerăm că țintele propuse în trecut de BVB – o valoare a tranzacțiilor anuale de numai 5,0 miliarde euro în 2009 și a capitalizării de numai 25 miliarde euro în același an se situează sub potențialul pieței de capital și economiei românești și sub așteptările pe care intermediarii le au de la BVB. Valorile propuse în acest domeniu, de 25 miliarde euro în tranzacții și 39 miliarde euro în capitalizare, pot fi atinse.

Referitor la numărul de investitori rezidenți de *retail* (cumpărători), considerăm că acesta ar trebui să crească, în același interval de 4 ani, de la 7.875 la minim 50.000-100.000 pe lună, reprezentând un procent oricum destul de redus, situat între 0,23% și 0,46% din populația României. Desigur, ne dorim și o creștere semnificativă a plasamentelor investitorilor instituționali, rezidenți și nerezidenți, pe piață.

În ceea ce privește gama de servicii, instrumente și mecanisme oferite de BVB, considerăm că în termen de patru ani ar trebui ca aceasta să fie completă și să includă cel puțin titluri de stat, tranzacții în marjă, opțiuni pe acțiuni și alte clase de instrumente derivate, precum și vânzări în absență.

Bibliografie

- Dardac, Nicolae; Basno, Cezar, 'Bursele de valori', București, Ed. Economică, 1997.
- Demirgüç-Kunt, Asli; Maksimovic, Vojislav, *Law, Finance, and Firm Growth*, 'Journal of Finance', Decem-
- ber, 1998.
- Demirgüç-Kunt, Asli; Levone, Ross, *Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons*, Development Reserch Group, The World Bank și Finance Department, University of Minnesota, 2000.
- Laporta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Flor-

- encio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W., *Law and Finance*, 'Journal of Political Economy', December, 1998.
- Levine, Ross, *Law, Finance, and Economic Growth*, 'Journal of Financial Intermediation', January, 1999.
- Markowitz, H., 'Portfolio selection, Efficient Diversification of Investments', New York, John Wiley and Sons, 1959.
- Merton, R.K., 'Sociologia științei teoriei și investigației empirice', editor NW Storer, 1973.
- Svaleryd, Helena și Vlachos, Jonas, 'Financial Markets, Industrial Specialization and Comparative Advantage – Evidence from OECD Countries', Stockholm, Mars, 2002.
- *** Colecția 'Oeconomica', 2000-2006.
- *** www.kmarket.ro, Pagina pieței române de capital, secțiunea documentare.
-